

# 셀트리온헬스케어

HOLD(하향)

091990 기업분석 |

목표주가(하향)	65,000원	현재주가(02/22)	69,900원	Up/Downside	-7.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2019. 02. 25

## 다국적 제약사로의 험난한 길

### News

**기대치를 크게 하회하는 4분기 실적:** 셀트리온헬스케어는 연결기준 4Q18 매출액 1,887억원(–59.3%YoY), 영업이익 –689억원(적자전환)으로 어닝쇼크를 기록했다. 4분기 실적악화로 18년 매출액은 7,135억원(–22.5%YoY), 영업이익은 –252억원으로 적자전환 했다.

### Comment

**약가인하 영향과 유통구조 개선의 고육책:** 4분기 실적악화는 미국과 유럽 약가조정에 따라 변동대기가 발생했고, 높은 수준의 수수료를 요구하는 유통 파트너사와의 계약 변경을 위해 공급량을 조절했기 때문이다. 17년 1,048억원이었던 변동대가는 18년 1,758억원으로 크게 증가했다. 예상 약가를 기준으로 판매 후 매출로 인식한 유통사의 재고가 시장에서 예상 약가보다 낮게 판매된 경우 변동대기가 발생하며 셀트리온헬스케어의 매출이 하향조정 된다. 셀트리온헬스케어는 추가적인 공급가격 인하를 방지하기 위해 Floor Price를 설정하고 유통 파트너사와 계약을 조정중에 있다. Floor Price를 받아들이지 않는 유통사에 대해서는 계약을 해지하고 직접판매 할 수 있도록 준비중이다.

**19년 실적은 전년대비 개선되겠으나 판관비 증가의 영향이 있을 것:** 4Q18 셀트리온헬스케어의 공급량 조절에 따라 6~9개월 판매분 수준이던 유럽 유통사의 재고량은 3~4개월 수준으로 낮아진 것으로 판단된다. 18년 매출로 인식된 재고량이 낮아진 것은 향후 발생할 변동대가의 규모가 작아진 긍정적인 측면으로 볼 수 있다. 4Q18에서 이연된 제품 출하가 1Q19부터 개시된다면 당장 매출액 증가의 효과가 발생할 수 있다. 다만, 직판체계 구축에 따라 인건비를 포함한 판관비 증가가 영업이익률 개선의 걸림돌이 될 수 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 백 %)	Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	58,970/127,556원	
<b>매출액</b>	758	921	714	1,201	1,850	KOSDAQ /KOSPI	743/2,231pt	
(증가율)	88.3	21.5	–22.5	68.3	54.0	시가총액	98,228억원	
<b>영업이익</b>	179	154	–25	103	272	60일–평균거래량	1,100,372	
(증가율)	59.6	–14.0	적전	흑전	162.8	외국인자본율	30.9%	
<b>순이익</b>	123	157	12	76	197	60일–외국인자본율변동주이	+0.4%p	
<b>EPS</b>	1,060	1,230	83	530	1,375	주요주주	서정진 외 12 인 37.9%	
PER (H/L)	NA/NA	89.3/34.2	910.3	131.9	50.8	(천원)		
PBR (H/L)	NA/NA	9.2/3.5	6.3	5.6	5.0	셀트리온헬스케어(좌)	(pt)	
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	92.4/35.1	NA	83.8	31.9	KOS피자수대비(우)		
<b>영업이익률</b>	23.6	16.7	–3.5	8.6	14.7	0	0	
<b>ROE</b>	21.4	13.4	0.7	4.3	10.4	200	200	
					주가상승률	1M	3M	12M
					절대기준	6.4	–11.0	–43.1
					상대기준	–0.6	–17.1	–33.4

**직판체계 영향의 실적 안정화는 2020년 이후 전망:** 셀트리온헬스케어는 세계 수준의 의약품 개발과 생산에 이어 현지 유통 및 판매까지 가능한 글로벌 제약사로 성장하기 위한 두번째 도약기에 진입했다. 직판 체계 구축을 위해 큰 비용과 시간이 소요되겠지만 성공할 경우 이익률은 점차 개선되고 유통판매대행의 사업기회도 발생할 수 있으므로 기업가치는 재평가될 수 있다. 유통 파트너사와의 계약조건 변경이 상반기 정리되면, 하반기 유럽 허가 예정인 램시마SC를 포함하여 바이오시밀러의 직접판매가 시작될 수 있다. 직판 체계는 2020년 이후 안정화 단계에 접어들 것으로 판단된다.

### ■ Action

**유통구조 개선에 따른 실적 전망치 하향 조정, 목표주가 및 투자의견 Hold로 하향:** 유통구조 변경 이후 실적이 안정화되는 시점인 2021년의 EPS를 기준대비 44.8% 낮춘 2,125원에 Target P/E 40배, 할인율 10%를 적용하여 목표주가를 65,000원으로 대폭 하향 조정했다. 다국적 제약사로서 가치시사슬 완성의 성과를 기대할 수 있는 하반기를 기대하며 투자의견을 Hold로 하향한다.

도표 1. 지역별 품목별 매출 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018		
매출액	전체	52.9	94.1	173.4	413.0	58.4	229.4	169.2	463.9	128.4	183.8	212.0	188.7	402.5	733.3	920.9	713.5	
램시마	전체	52.9	94.1	173.4	403.2	54.8	201.9	109.9	123.7	104.5	35.2	111.8	162.4	402.5	723.5	490.2	413.8	
	유럽	49.0	53.5	122.7	156.6	52.2	98.6	100.0	107.7	95.0	33.1	71.2		342.4	381.7	358.6		
	미국			49.2	238.7			96.3						288.0	96.3			
	그 외	3.9	40.6	1.5	7.8	2.5	6.9	9.9	16.0	9.5	2.1	40.6		60.1	53.8	35.3		
트룩시마	전체				9.8	3.6	27.5	54.2	320.0	21.8	86.4	23.0	-17.1		9.8	405.4	114.2	
	유럽					3.6	27.5	54.2	320.0	21.8	86.4	23.0				405.4		
	내수				9.8										9.8			
허쥬마	전체							17.7		1.3	38.4	77.2	54.3			17.7	171.2	
	유럽							17.7		1.3	15.0	77.2				17.7		
	아시아										23.4							
기타							5.1	2.5	0.8	23.8		-10.3			7.6	14.3		

\* 15, 16년도 매출액은 IFRS 15호를 반영하지 않았으며, 각 품목의 지역별 매출 추이는 사업보고서를 바탕으로 한 추정치임  
자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 2. 연간 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

		2017	2018P	2019E	2020E	2021E	2022E
변경 후	매출액	921	714	1,201	1,850	2,170	2,602
	영업이익	154	-25	103	272	418	450
	순이익	157	12	76	197	305	331
	EPS	1,230	83	530	1,375	2,127	2,307
	P/E 40배 적용					85,089	
	현재가치(할인율 10% 적용)						63,928
변경 전	매출액	921	1,381	1,934	2,417	3,022	3,777
	영업이익	154	275	393	527	690	900
	순이익	157	217	313	421	552	720
%차이	매출액		-48.3	-37.9	-23.5	-28.2	-31.1
	영업이익		-109.0	-73.7	-48.4	-39.4	-50.0
	순이익		-94.5	-75.7	-53.2	-44.8	-54.1

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,949</b>	<b>2,800</b>	<b>2,906</b>	<b>3,330</b>	<b>4,109</b>
현금및현금성자산	96	251	1,226	1,225	1,215
매출채권및기타채권	364	419	161	348	536
재고자산	1,472	1,575	1,482	1,716	2,312
<b>비유동자산</b>	<b>38</b>	<b>75</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>74</b>
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	1	2	2	2	2
투자자산	23	50	50	50	50
<b>자산총계</b>	<b>1,987</b>	<b>2,875</b>	<b>2,980</b>	<b>3,405</b>	<b>4,183</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,143</b>	<b>993</b>	<b>1,084</b>	<b>1,429</b>	<b>2,010</b>
매입채무및기타채무	755	740	830	1,176	1,757
단기차입금및기차채	23	11	11	11	11
유동성장기부채	166	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>195</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>1,339</b>	<b>1,167</b>	<b>1,258</b>	<b>1,604</b>	<b>2,185</b>
<b>자본금</b>	<b>112</b>	<b>137</b>	<b>143</b>	<b>149</b>	<b>151</b>
자본잉여금	381	1,366	1,366	1,366	1,366
이익잉여금	206	265	274	347	541
비자본주자분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>649</b>	<b>1,707</b>	<b>1,723</b>	<b>1,801</b>	<b>1,998</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>30</b>	<b>-194</b>	<b>391</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>
당기순이익	123	157	12	76	197
현금유동이 없는 비용 및 수익	63	-38	-43	29	76
유형 및 무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-120	-267	436	-79	-208
매출채권및기타채권의감소	-314	-143	259	-187	-188
재고자산의감소	-73	-114	93	-234	-596
매입채무및기타채무의증가	118	18	90	346	581
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>-521</b>	<b>593</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
CAPEX	0	0	0	0	0
투자자산의순증	-4	-27	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>22</b>	<b>865</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>
사채 및 차입금의 증가	87	-280	0	0	0
자본금 및 차입금의 증가	-834	1,010	3	3	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	7	5	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>59</b>	<b>155</b>	<b>975</b>	<b>-1</b>	<b>-10</b>
기초현금	37	96	251	1,226	1,225
기말현금	96	251	1,226	1,225	1,215

자료: 셀트리온헬스케어, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이니 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2019-01~07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>758</b>	<b>921</b>	<b>714</b>	<b>1,201</b>	<b>1,850</b>
매출원가	538	697	644	949	1,387
<b>매출총이익</b>	<b>220</b>	<b>224</b>	<b>69</b>	<b>252</b>	<b>462</b>
판관비	41	70	94	149	191
영업이익	179	154	-25	103	272
EBITDA	179	154	-24	104	272
<b>영업외손익</b>	<b>-16</b>	<b>53</b>	<b>49</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
금융순익	-22	68	57	1	1
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	6	-15	-8	1	1
<b>세전이익</b>	<b>163</b>	<b>206</b>	<b>25</b>	<b>105</b>	<b>274</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>123</b>	<b>157</b>	<b>12</b>	<b>76</b>	<b>197</b>
자비주주지분순이익	123	157	12	76	197
비자비주주지분순이익	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>123</b>	<b>147</b>	<b>12</b>	<b>76</b>	<b>197</b>
증감률(%YoY)					
매출액	88.3	21.5	-22.5	68.3	54.0
영업이익	59.6	-14.0	적전	흑전	162.8
EPS	256.7	16.0	-93.3	540.4	159.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,060	1,230	83	530	1,375
BPS	5,564	11,952	12,019	12,569	13,944
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	NA	86.6	910.3	131.9	50.8
P/B	NA	8.9	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA	NA	92.4	NA	83.8	31.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	23.6	16.7	-3.5	8.6	14.7
EBITDA마진	23.6	16.7	-3.4	8.6	14.7
순이익률	16.2	17.1	1.7	6.3	10.7
ROE	21.4	13.4	0.7	4.3	10.4
ROA	6.9	6.5	0.4	2.4	5.2
ROIC	14.4	10.9	-1.3	10.4	22.7
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	206.4	68.4	73.0	89.0	109.3
이자보상배율(배)	5.5	6.4	-1.9	9.2	24.1
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 셀트리온헬스케어 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
17/10/24	Buy	80,000	27.3	96.0			
18/04/30	Buy	120,000	-19.7	-5.7			
18/08/30	Buy	110,000	-290	-10.0			
19/02/25	Hold	65,000	-	-			

주: \*표는 담당자 변경